

跟踪评级公告

联合[2018]1350号

雏鹰农牧集团股份有限公司：


联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

雏鹰农牧集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”

雏鹰农牧集团股份有限公司公开发行的“14 雏鹰债”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

雏鹰农牧集团股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：负面

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 剩余债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|--------|---------|------|--------|--------|-----------------|
| 14 雏鹰债 | 7.98 亿元 | 5 年 | AA | AA- | 2017 年 6 月 23 日 |

跟踪评级时间：2018 年 7 月 26 日

主要财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元) | 170.36 | 228.60 | 222.29 |
| 所有者权益 (亿元) | 67.65 | 64.44 | 77.93 |
| 长期债务 (亿元) | 32.56 | 64.83 | 46.60 |
| 全部债务 (亿元) | 80.79 | 137.42 | 124.53 |
| 营业总收入 (亿元) | 60.90 | 56.98 | 11.36 |
| 净利润 (亿元) | 8.34 | 1.08 | 4.37 |
| EBITDA (亿元) | 16.10 | 13.23 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 18.01 | 0.76 | 4.93 |
| 营业利润率 (%) | 24.65 | 19.08 | 17.92 |
| 净资产收益率 (%) | 14.53 | 1.64 | 6.48 |
| 资产负债率 (%) | 60.29 | 71.81 | 68.37 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 54.43 | 68.08 | 63.91 |
| 流动比率 (倍) | 1.50 | 1.24 | 1.25 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.20 | 0.12 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 4.07 | 2.03 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 2.06 | 1.66 | -- |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币。2、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、其他流动负债中短期融资债券已计入短期债务中，长期应付款中的融资租赁和其他非流动负债已计入长期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，受猪肉价格持续下行影响，雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雏鹰农牧”）收入规模有所下降，生猪产品毛利率大幅下降，扣非后净利润出现亏损，经营活动现金流净额大幅下降，盈利能力和长短期偿债能力大幅下降；此外，公司货币资金受限比例较高，公司产业基金投资规模持续增长，债权类投资面临一定资金回收风险，债务规模增长较快且集中偿付压力较大，投资活动现金净流出规模较大，财务费用对利润侵蚀严重，投资收益对营业利润贡献较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司内部控制审计报告被出具否定意见、对外担保或有负债风险、实际控制人股票平仓风险、控股股东所持有公司股份被全部冻结、公司年报被深交所问询以及公司收到深交所中小板公司管理部关注函等事项对其信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将继续推广“雏鹰模式”，发展屠宰和深加工板块，并拓宽销售渠道，发展互联网板块和类金融板块，增强公司抵抗周期风险的能力，但短期内受生猪市场景气度的下行影响，公司业绩仍将承压。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“AA-”，评级展望为“负面”；同时下调“14 雏鹰债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 公司持续对养殖模式进行优化升级，由合作方负责养殖场建设、设备投资等，养殖板块管理费用明显下降。

关注

1. 跟踪期内，受生猪市场景气度的下行影响，公司收入规模大幅下降，扣非后净利润

出现亏损，盈利能力和偿债能力大幅下滑。

2. 公司财务费用对利润侵蚀显著，投资收益对营业利润贡献较大，经营活动净现金流大幅下降，现金流周转较为紧张；投资活动现金净流出规模较大。

3. 公司债务规模增长较快，整体债务负担很重且短期偿债压力较大，特别是 2019 年到期债务集中偿付压力较大。

4. 跟踪期内，公司下属产业基金中债权类投资多为对合作社的借款，对公司资金有一定占用，且有一定的回收风险；股权类投资标的资产质量尚待观察。

5. 截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 16.66 亿元，担保比率 23.69%，被担保方全部为合作社，公司面临一定或有负债风险。截至 2018 年 6 月 13 日，公司实际控制人侯建芳所持公司股票中 95.61% 已质押，受二级市场价格波动影响，其质押股票面临被平仓风险，公司面临实际控制人变更风险。

6. 跟踪期内，公司内部控制审计报告被出具否定意见，公司内部管理制度有待加强。

7. 2018 年 7 月 14 日，公司发布 2018 年半年度业绩预告修正公告，将当期归属于上市公司股东的净利润由预计盈利 3.78~3.95 亿元下调为亏损 4.80~5.30 亿元，并收到深交所关注函，对公司信用水平有不利影响。

8. 2018 年 7 月 23 日，公司公告控股股东侯建芳先生持有公司股份 1,260,341,191 股，累计被司法冻结 1,260,341,189 股，被轮候冻结 2,016,776 股。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

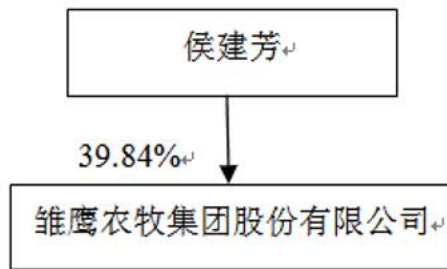
一、主体概况

雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雏鹰农牧”）的前身是河南雏鹰禽业发展有限公司，由侯建芳、侯五群及刘喜娣三名自然人于 2003 年 5 月 14 日共同投资组建成立，后于 2007 年 11 月更名为“河南雏鹰畜禽发展有限公司”（以下简称“雏鹰有限”）。

2009 年 7 月，雏鹰有限整体变更为河南雏鹰农牧股份有限公司，净资产折合公司股本 1.00 亿股。2010 年 9 月，经中国证监会证监许可[2010]1140 号文《关于核准雏鹰农牧集团股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司首次公开发行人民币普通股（A）股 0.34 亿股，发行完成后股本总额为 1.34 亿股。经深圳证券交易所“深证上[2010]297 号”文件核准，公司 A 股股票在深圳证券交易所成功挂牌上市（股票简称“雏鹰农牧”，股票代码：“002477.SZ”）。

2011 年 11 月，河南雏鹰农牧股份有限公司更名为现名，股票简称和股票代码未变。后经多次资本公积转增股本、定向增发等，截至 2017 年底，公司注册资本为 31.35 亿元，控股股东及实际控制人为侯建芳先生，持股 39.84%（截至 2018 年 6 月 13 日，其累计质押持有的公司股份 13.28 亿股，占公司总股本的 44.31%，占其持有的公司股份的 95.62%）。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司组织结构未发生改变，公司合并范围内有 45 家子公司，合并范围较上年增加 9 家，拥有在职员工 3,552 名，经营范围未发生改变。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 228.60 亿元，负债合计 164.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.64 亿元。2017 年，公司实现营业收入 56.98 亿元，净利润（含少数股东损益）1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为-25.09 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 222.29 亿元，负债合计 151.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.21 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.36 亿元，净利润（含少数股东损益）4.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.93 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.30 亿元。

公司注册地址：新郑市薛店镇；法定代表人：侯建芳。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2014 年 6 月 27 日完成发行“雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模 8 亿元，发行票面利率为 8.80%，期限 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券于 2014 年 9 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，

证券简称：“14 雏鹰债”，证券代码：“112209.SZ”。2017 年 6 月 27 日，公司如期支付“14 雏鹰债”2016 年 6 月 26 日至 2017 年 6 月 25 日的利息，共计 7,020.53 万元。

2014 年 8 月 5 日，公司对申报本次债券的债券持有人进行回售其所认购的本次债券。公司回售债券 22,130 张，回售金额 223.05 万元（含税后利息），剩余债券数量为 7,977,870 张，对应债券本金 79,778.70 万元。

截至 2017 年底，本次债券募集资金已经使用完毕，其中 58,480 万元补充流动资金，20,000 万元偿还银行贷款。

三、行业分析

1. 行业概况

（1）商品仔猪

2017 年，商品仔猪市场价格呈现小幅上涨后大幅下跌的走势。2017 年初，受 2016 年商品肉猪价格高位运行的影响，养殖户补栏积极性随之提升，仔猪价格一直处于上行走势，3 月份一度上涨至 26 元/公斤。之后随着商品肉猪价格的持续下滑，仔猪补栏意愿逐步降低，仔猪价格出现阶段性回落，跌至 19 元/公斤。第三季度，受年末商品肉猪需求量增加的影响，养殖户进入理性补栏阶段，价格企稳，进入第四季度后，仔猪市场价格再次回落。

图 2 2017 年商品仔猪市场价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：公司年报

总体看，2017 年，商品仔猪市场价格呈现小幅上涨后大幅下跌的走势，年末价格较年初有较大跌幅。

（2）商品肉猪

2016 年，商品肉猪价格持续高位运行，受 2017 年春节销售旺季的带动，消费量逐渐提振，2017 年年初生猪价格保持较高态势；从 3 月份开始受消费量逐渐低迷的影响，商品肉猪价格出现下行走势，5 月份降至 2017 年最低点 6 元/斤左右。6 月上旬生猪市场行情开始有所平缓，价格出现反弹。下半年伴随着节日及传统消费旺季的到来，商品肉猪价格小幅回升，震荡上行；年末再次出现小幅下滑，保持震荡走势。

图3 2017年商品肉猪市场价格走势（单位：元/斤）



资料来源：公司年报

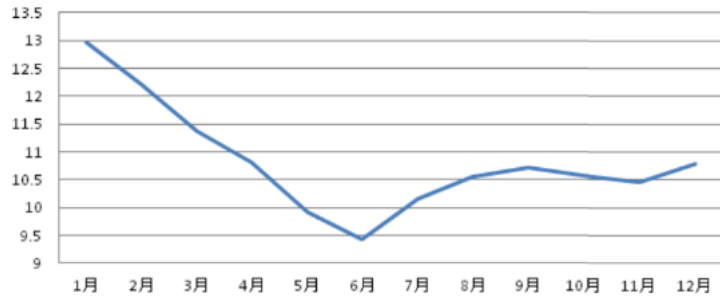
据农业部数据推算，2017年国内生猪存栏和能繁母猪存栏继续呈现震荡下行走势，存栏数量不断下降。根据《2017年中国养猪业发展年度报告》显示，国内能繁母猪存栏量已逐步由2014年底4,286万头下降到2017年底3,246万头，存栏下降幅度再度扩大，再创历史性新低。2017年，针对环保治理以及调整优化养殖区域布局方面，各省相继出台多种政策，大力推进畜禽养殖污染防治，促进生猪产业发展。

总体看，2017年，肉猪行业由于消费端需求低迷的原因，价格有较大幅度下降。

（3）肉猪屠宰

国家统计局发布《中华人民共和国2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年全年我国猪肉产量5,340万吨，增长0.8%；其中，我国规模以上生猪定点屠宰企业生猪屠宰量为2.21亿头，同比增长6.29%。据农业部数据显示，2017年1季度生猪屠宰量5,068万头，同比下降8.25%，而1季度进口猪肉量34.6万吨，同比增长20.98%，1季度国内生猪屠宰量下降主要原因是猪价持续下跌市场压栏和进口猪肉的冲击；从2月份开始，月生猪屠宰量同比均为正增长；下半年，月度定点屠宰量持续攀升。2017年，规模企业扩张产能逐步释放，市场消费水平提升致全年生猪屠宰量增加。

图4 2017年白条市场均价走势（单位：元/斤）



资料来源：公司年报

2017年，白条市场价格走势和商品肉猪市场价格走势相近，先跌后涨，整体呈现下行走势。上半年，受商品肉猪市场价格持续下跌因素的影响，白条价格也跟随着一路不断下滑，进入六月份，白条价格止跌上扬，下半年震荡上涨，但涨幅不大。

总体看，2017年，屠宰行业由于受到市场价格下跌以及进口猪肉的冲击，白条价格较2016年有所下降。

（4）粮食贸易

玉米方面，2017年，全年价格呈现震荡上涨趋势，全年涨幅超过10%，主要是由于年初玉米

价格走势低迷，市场供不应求，再加上玉米加工企业需求不断增加的影响，玉米价格不断上调；此外，受农业种植结构调整的影响，玉米播种面积持续减少，也是影响玉米价格上涨的因素，截至 2017 年底，玉米价格由年初的 1,489.00 元/吨上升至 1,740.00 元/吨。小麦方面，2017 年，国内小麦市场价格整体呈现深 V 走势，但总体上涨幅度较小。上半年，由于市场供应充足、下游终端需求疲软等因素，小麦价格呈现低迷态势；加上新小麦的陆续上市的影响，短时间上涨后再次出现下跌。下半年，各地收购需求力度逐步回升，并受双节效应的影响，小麦价格逐步回升，截至 2017 年底，小麦出库价格由年初的 2,561.82 元/吨小幅下降至 2,532.98 元/吨。

总体看，2017 年，玉米市场景气度较上年有所上升，小麦行业市场价格整体有波动，但上涨幅度较小。

2. 行业关注

(1) 生猪价格波动较大

生猪价格受猪的生长周期、存栏量、饲料价格、市场供求、环保因素、农业政策变化等众多因素影响，波动较大，很难预测。如果生猪价格短期内出现大幅波动，行业内企业经营业绩的稳定性会因此而受到不利影响。

(2) 动物疫情风险

生猪易受疾病的影响，常见的疾病包括猪瘟、口蹄疫、猪丹毒、蓝耳病、猪支原体肺炎等。疫情一旦发生将会导致猪的死亡，是影响畜禽业的最大风险。疫情风险是导致国内生猪行业规模化程度较低的主要因素。

(3) 饲料价格波动影响大

生猪养殖成本中饲料成本占比较大，而猪饲料玉米、豆粕等市场波动幅度较大，饲料市场价格变动风险覆盖整个生猪生产行业，是客观存在且不可控制的外部风险。饲料市场价格的大幅波动可能对公司经营业绩产生重大影响。

3. 行业政策

2017 年 2 月，根据《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

2017 年，《新环保法》和《水十条》的推出，直接推动农业部发布《农业部关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，将环保力度提升到前所未有的高度。各地区逐步划定限养区、禁养区等，并由政府主导依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非限养、非禁养的区域转移，特别是南方水网地区的政策执行最为严格。从政策的落地及执行时间上来看，全国多数地区要求在 2016 年底划定畜禽养殖禁养区，在 2017 年年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。仅浙江、上海等少数省市，已在 2016 年底全部完成猪场的关闭、拆迁工作；福建、江西等南方省份或继续加强环保监管。整体而言，2017 年环保监管压力依旧巨大。

总体看，生猪行业环保压力继续加大，并逐步引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

4. 行业发展

(1) 规模化养殖

以分散经营为主将转变为以集约化、规模化经营为主。目前中国的畜牧业仍然是以分散经营为主，大多数农户技术水平低，竞争能力弱。市场竞争的结果必然导致集约化、规模化经营的扩大。

(2) 产业化发展

畜产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节。建设现代畜牧业，要在前伸后延、流通加工、社会化服务等方面综合发力。打造全产业链，延伸价值链，加强品牌培育。

(3) 产业链纵向延伸

猪肉食品相关企业具有经营产业链越长，经营风险越小的特征。产业纵向整合，必将形成具有饲料生产、养殖、屠宰、加工完整产业链的大型农牧集团。大型农牧集团可以采取灵活的经营策略，有效控制市场风险，实现长期、稳定的盈利。

总体看，随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生猪生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

四、管理分析

2017年，公司管理制度和人员未发生较大变动，2018年1月公司董事长助理王爱彦申请辞职，公司聘任张东平女士担任公司副总裁。

总体看，2017年，公司管理层变动不大，核心管理团队较稳定，主要制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务仍然为家畜养殖与销售、家畜屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食贸易。2017年，受生猪市场进入下行周期，商品仔猪及商品肉猪销售价格下降以及猪舍改造等影响，公司盈利与上年相比实现较大幅度下降。2017年，公司实现营业收入56.98亿元，较上年下降6.44%；实现净利润1.08亿元，较上年下降87.04%。

2017年，公司生猪产品板块实现收入16.30亿元，较上年下降23.90%，主要系国内生猪行业进入下行周期，生猪价格下降所致，生猪产品收入占比从2016年的35.18%下降至28.61%；生鲜冻品板块实现收入10.34亿元，较上年下降16.15%，主要系受猪肉价格下降所致，该板块收入占比从2016年的20.26%下降至18.15%；粮食板块实现收入10.54亿元，较上年增长2.14%，变化不大，同时该板块收入占比从16.95%上升至18.51%；公司熟食业务的收入0.19亿元，较上年下降67.80%，主要系熟食销售量和单价下降所致；公司其他业务主要包括生猪贸易（收入为11.42亿元，占比较大）、互联网、类金融及其他业务，2017年，公司其他业务实现收入19.60亿元，较上年增长20.79%，主要系公司基金投资、供应链金融以及互联网业务扩大，合并报表范围内产业基金等收入大幅增加所致，占比由2016年的26.64%上升至34.40%。

表1 2016~2017年公司营业收入及毛利率情况(单位:万元、%)

| 业务板块 | 2016年 | | | 2017年 | | |
|-----------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 生猪产品 | 214,225.68 | 35.18 | 46.49 | 163,018.24 | 28.61 | 15.80 |
| 生鲜冻品 | 123,364.12 | 20.26 | 15.45 | 103,444.93 | 18.15 | 15.57 |
| 粮食 | 103,233.67 | 16.95 | 6.12 | 105,446.70 | 18.51 | 3.65 |
| 熟食 | 5,926.72 | 0.97 | -1.43 | 1,908.52 | 0.33 | -3.61 |
| 其他 | 162,267.06 | 26.64 | 16.55 | 196,002.05 | 34.40 | 33.38 |
| 合计 | 609,017.25 | 100.00 | 23.03 | 569,820.44 | 100.00 | 19.49 |

资料来源:公司年报

从毛利率来看,2017年,受生猪市场进入下行周期影响,商品仔猪及商品肉猪销售价格同比下降约20%,生猪产品毛利率15.80%,较上年下降了30.69个百分点;生鲜冻品毛利率15.57%,较上年变化不大;粮食板块毛利率为3.65%,较上年下降了2.47个百分点;熟食业务的毛利率为-3.61%,较上年下降了2.18个百分点;其他业务的毛利率为33.38%,较上年上升了16.83个百分点,主要系产业基金产生的投资收益较多所致。2017年,公司综合毛利率为19.49%,较上年下降了3.54个百分点。

2018年1~3月,公司实现营业收入11.36亿元,较上年同期下降3.51%;营业利润为4.48亿元,较上年同期增长238.27%,主要系投资收益大幅增加所致;实现净利润4.37亿元,较上年同期增长255.03%。

总体看,2017年,受生猪市场价格的下行带来价格大幅下降等因素影响,公司整体收入有所下降,综合毛利率也有所下降。

2. 业务经营

(1) 生猪养殖及屠宰加工板块

原料采购

公司生猪养殖及屠宰加工板块所需的主要原材料包括玉米、豆粕和小麦。

2017年,公司的采购模式依旧分为集中采购和分散采购,未发生变化。采购结算上,公司与供应商签订采购合同,以预付账款的形式保证部分原材料的供应,未发生变化。

从原材料采购量看,2017年,受公司根据年初库存和原材料价格执行采购计划的影响,公司玉米的采购量为6.00亿千克,较上年增长15.96%;豆粕的采购量0.81亿千克,较上年增长100.13%,主要系饲料配方调整所致;小麦的采购量1.88亿千克,较上年下降6.41%。

采购价格方面,2017年,公司主要原材料采购价格除玉米外均有不同程度的上升。2017年,公司玉米的采购价格为1.49元/千克,较上年下降13.87%,主要系公司获得国储粮竞拍资格,以更低的采购价格竞拍所致;豆粕平均采购价格为3.25元/千克,较上年增长3.83%;小麦的平均采购价格为2.19元/千克,较上年增长3.30%。

表2 2016~2017年公司主要原材料采购情况(单位:千克、元/千克、%)

| 材料名称 | 项目 | 2016年 | 2017年 | 同比变动 |
|------|-------|----------------|----------------|--------|
| 玉米 | 采购量 | 517,117,661.30 | 599,629,131.50 | 15.96 |
| | 平均采购价 | 1.73 | 1.49 | -13.87 |
| 豆粕 | 采购量 | 40,593,539.00 | 81,241,532.40 | 100.13 |
| | 平均采购价 | 3.13 | 3.25 | 3.83 |

| | | | | |
|----|-------|----------------|----------------|-------|
| 小麦 | 采购量 | 201,268,441.00 | 188,361,676.00 | -6.41 |
| | 平均采购价 | 2.12 | 2.19 | 3.30 |

资料来源：公司提供

2017年，公司前五名供应商合计采购金额6.11亿元，占年度采购总额比例为19.60%，集中度较2016年有所下降，供应商集中度不高。

总体看，公司2017年玉米和豆粕采购量有所增长，小麦采购量有所下降；玉米采购价格有所下降，小麦的采购价格均有所上升；对主要供应商依赖度仍较低。

产销情况

2017年，公司继续逐步推行升级后的新型雏鹰模式，由公司负责所有养殖场的土地租赁、合规性手续办理；合作方主要负责养殖场建设、设备投资、协调农户及日常维护、维修、粪污处理等；农户主要负责单个猪舍的精细化管理，生物资产的所有权归公司所有。养殖过程中分阶段、流程化饲养，分散养殖、统一管理，采用“六统一”的方式由公司统一管理。公司在新建养殖项目中已逐步推进新模式，同时将原有猪舍及附属设施按照新模式的合作方式，将所有权有条件转让给相关的合作方，最终实现公司轻资产发展。此外随着机械化程度的提高，大幅提升公司的养殖效率，降低公司综合养殖成本。

2017年，受公司养殖规模扩大影响，公司生猪养殖实现产量261.14万头，较上年增长5.34%；实现销量212.99万头，较上年增长5.33%。截至2017年底，库存量为129.55万头，较上年增长34.18%，主要系生猪市场景气度下跌，公司存货增加所致。随着公司规模扩大，产业链的延伸，2017年，生猪屠宰生产量达4.87万吨，较上年下降4.13%，销售量达4.83万吨，较上年下降3.01%，由于销售量有所下降，公司生猪冻肉库存有所增长，截至2017年底，公司生猪冻肉库存为0.17万吨，较上年增长30.77%。

表3 2016~2017年公司生猪养殖屠宰的生产销售情况

| 产品 | 项目 | 2016年 | 2017年 | 变动率 |
|------|---------|--------|--------|-------|
| 生猪养殖 | 销售量(万头) | 202.22 | 212.99 | 5.33 |
| | 生产量(万头) | 247.91 | 261.14 | 5.34 |
| | 库存量(万头) | 96.55 | 129.55 | 34.18 |
| 生猪屠宰 | 销售量(万吨) | 4.98 | 4.83 | -3.01 |
| | 生产量(万吨) | 5.08 | 4.87 | -4.13 |
| | 库存量(万吨) | 0.13 | 0.17 | 30.77 |

资料来源：公司年报

受2017年母猪供给减少，商品猪的市场行情的下降影响，商品仔猪、商品肉猪的销量及售价均有不同程度的下降。其中，商品仔猪销量达到80.68万头，较上年下降18.43%，平均售价为28.81元/千克，较上年下降21.67%；商品肉猪销量为66.70万头，较上年上升39.72%，平均售价为13.87元/千克，较上年下降23.07%。受量价齐跌的影响，商品仔猪和商品肉猪2017年分别实现销售金额5.79亿元和10.04亿元，较上年分别下降39.61%和0.93%。二元种猪方面，2017年，受公司养殖规模扩大，且猪舍改造产能未能完全释放以及市场景气度下行影响，种猪实现销量3.10万头，较上年下降60.71%，平均售价为1,512.71元/头，较上年下降29.51%。

表4 2016~2017年公司养殖板块主要产品销售数量及销售价格情况

| 产品 | 项目 | 2016年 | 2017年 | 变动率(%) |
|------|------------|------------|------------|--------|
| 商品仔猪 | 销量(万头) | 98.91 | 80.68 | -18.43 |
| | 平均售价(元/千克) | 36.78 | 28.81 | -21.67 |
| | 销售金额(万元) | 95,893.86 | 57,909.19 | -39.61 |
| 商品肉猪 | 销量(万头) | 47.74 | 66.70 | 39.72 |
| | 平均售价(元/千克) | 18.03 | 13.87 | -23.07 |
| | 销售金额(万元) | 101,369.10 | 100,422.22 | -0.93 |
| 二元种猪 | 销量(万头) | 7.89 | 3.10 | -60.71 |
| | 平均售价(元/头) | 2,145.85 | 1,512.71 | -29.51 |
| | 销售金额(万元) | 16,962.72 | 4,686.84 | -72.37 |

资料来源：公司提供

注：上表数据不包含新融农牧平台数据

2017年，公司养殖板块前五名客户合计销售金额7.67亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为13.46%，较上年变化不大，客户集中度仍较低。

总体看，2017年，公司养殖模式继续推进升级有利于公司的轻资产运作，受生猪市场行情的下降，公司的养殖业务产品的销量和销售金额均有所下降。

(2) 生鲜冻品板块

2017年，公司生鲜冻品板块实现营业收入10.34亿元，较上年下降16.15%，主要系受生猪市场行情较差，鲜冻品及肉制品销量及价格较上年下降所致。

2017年，公司主要以河南为中心，以专卖店、批零中心店、商超专柜、社区连锁便利店等多种形式拓展市场；省外市场在以北京、上海、广州、深圳等一线城市的基础上，重点围绕工厂500公里半径范围开发市场，打造武汉、徐州、合肥、石家庄、西安等重点城市，实现生鲜产品中地区的全网覆盖。2017年，新增生鲜网点500多个，肉制品销售渠道重点加大对网点开发力度，并加强与餐饮渠道定制类产品的合作，以批发兼零售的形式覆盖5,000多个有效市场销售网点。

2017年，公司针对餐饮渠道、大客户定制开发产品，并与国内中西式快餐连锁合作，形成从厨房到标准生产工艺的转化、升级，并形成稳定的销量，共开发并稳定生产产品近30种，并获得5项发明专利。

总体看，受生猪市场进入行业下行周期影响，2017年，公司生鲜冻品量价齐跌，收入较上年有所下降。

(3) 粮食贸易板块

2017年，公司粮食贸易板块实现营业收入10.54亿元，较上年无较大变化，主要系一方面，子公司吉林雏鹰农牧有限公司（以下简称“吉林雏鹰”）实现与大型粮食收储公司合作，并获得了国储粮竞拍资格，2017年5月通过国家粮食交易中心网以较低价格竞拍玉米近5,000吨，从原材料采购环节锁定了低成本；另一方面，2017年，公司经大连商品交易所批准设立为期货玉米集团交割库，吉林雏鹰为玉米期货交割分库，可以有效汇聚粮源，同时公司依托于期货玉米集团交割库的信息化优势，可以及时有效调整公司粮食的存储量，减少资金的占用。

郑州雏鹰进出口贸易有限公司（以下简称“雏鹰进出口”）及时关注国内外粮食价格走势，适时开展内贸与外贸业务，增加公司新的业务增长点。公司粮食贸易主要包括玉米、黄豆以及绿豆等，未来，吉林雏鹰、雏鹰进出口将依托各自有利资源，不断拓展业务范围，利用全产业链及互联网优势，拓展多种销售渠道，在有效服务养殖板块的同时提高利润水平。

总体看，公司粮食贸易收入的增长对保障公司原材料供应具有一定的帮助，有利于上游差异

化竞争和未来成本控制。

(4) 其他板块

2017年，公司其他板块实现收入19.60亿元，较上年增长16.83%，主要系公司基金业务增长所致。公司其他业务板块主要由互联网与贸易、类金融业务以及其他业务构成。公司互联网与贸易主要为生猪贸易11.42亿元，较上年下降11.13%，主要系2017年生猪市场价格整体呈现下跌走势，生猪产品销售单价下降所致；类金融业务包括服务咨询费用以及产业基金（4.28亿元）等。

表5 2016~2017年公司其他收入部分情况（单位：亿元）

| 名称 | 项目 | 2016年 | 2017年 |
|--------|---------------|-------|-------|
| 互联网、贸易 | 生猪贸易、服务费等 | 12.85 | 11.42 |
| 类金融 | 基金、担保贷款、产业基金等 | 1.38 | 4.28 |
| 其他 | 物流、设备、咨询等 | 2.00 | 3.90 |
| 合计 | -- | 16.23 | 19.60 |

资料来源：公司提供

公司逐步推进生猪产品深加工业务，选用公司自繁自养、健康安全的猪肉为原料，致力于餐饮食品标准化生产，同时根据大型企事业单位、餐饮企业等大客户的业务需求，进行单独的定制化产品研发与生产。

总体看，其他板块对公司营业收入形成有效补充，且公司逐步向互联网渗透，符合新型农业的发展方向。

3. 在建工程

自2016年以来，公司主要在建工程有年出栏400万头项目、年出栏300万头项目和年出栏30万头项目，计划投资额分别为56.00亿元、6.41亿元和4.50亿元，由于此类项目为2016年以后由合作社投资，截至2017年底，公司以投资金额分别为32.84亿元、1.05亿元和2.58亿元，未来公司仍将投入大量资金，可能继续推升债务负担。

表6 截至2017年底公司在建工程情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划投资额 | 截至2017年底已投资额 | 预计完工时间 |
|--------------|-------|--------------|-----------|
| 年出栏400万头项目 | 56.00 | 32.84 | 后期主要合作社投资 |
| 年出栏300万头项目 | 6.41 | 1.05 | 后期主要合作社投资 |
| 年出栏30万头项目 | 4.50 | 2.58 | 后期主要合作社投资 |
| 西藏藏香猪养殖产业化项目 | 3.00 | 0.71 | 2019年 |
| 合计 | 69.91 | 37.18 | -- |

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程后期由合作社继续投资，公司资本支出压力较大。

4. 重要事项

(1) 2017年度公司内部控制审计报告为否定意见

2017年，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司内部控制审计报告出具否定意见，认为公司未能按照《企业内部控制基本规范》和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内

部控制。主要系公司所属深圳泽赋农业产业投资基金有限合伙企业（有限合伙）（以下简称“泽赋基金”）未能按照企业会计准则的规定正确核算长期股权投资的收益所致。具体包括：2017年泽赋基金从投资标的公司河北汉唐牧业有限公司取得的9,400万元分红款，年审会计师认为按照企业会计准则的规定，该分红款应冲减长期股权投资的账面价值，不应该计入投资收益；以及2017年泽赋基金取得其子基金宁波申星股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波申星”）43,600万元分红款，此分红款来源于宁波申星投资实体汕头市东江畜牧有限公司（以下简称：“东江畜牧”）分红，年审会计师根据会计准则控制定义，认为宁波申星及东江畜牧应纳入雏鹰农牧2017年度财务报表合并范围，此项分红款不确认为投资收益。

中兴华会计师事务所认为公司在编制财务报告时，未能对上述会计核算进行适当的关注，导致业绩预告与实际实现的净利润出现严重偏差，故对对公司与财务报告相关的内控制度发表了否定意见的审计报告。

（2）产业基金对外投资规模扩大

2016年以来，公司陆续投资参与6支产业基金，包括泽赋基金、中信现代农业产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中信农业”）、兰考中聚恒通产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中聚恒通”）、中证中扶（兰考）产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中证扶贫”）、平潭竞远投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“平潭竞远”）以及平潭泮石1号投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“泮石1号”）（投资额见表1）。其中泽赋基金、中聚恒通和平潭竞远分别成立于2016年1月、4月和12月，并自2016年度起被公司纳入合并范围。

表7 公司参与产业基金情况（单位：亿元）

| 基金名称 | 截至 2016 年底公司投资额 | 截至 2017 年底公司投资额 | 截至 2018 年 3 月底公司投资额 | 截至 2018 年 3 月底公司持股比例 |
|-----------|-----------------|-----------------|---------------------|----------------------|
| 泽赋基金 | 14.00 | 37.50 | 37.50 | 63.41% |
| 中信农业 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 6.60% |
| 中聚恒通 | 9.24 | 19.62 | 19.62 | 99.995% |
| 中证扶贫 | -- | 0.10 | 0.10 | 33.98% |
| 平潭竞远 | 1.60 | 2.00 | 2.00 | 100.00% |
| 泮石 1 号 | 0.60 | 0.00 | 0.00 | 0 |
| 合计 | 25.71 | 59.49 | 59.49 | |

资料来源：公司提供

公司投资基金的主要获益方式为基金的投资收益，基金由第三方专业管理公司运作。其中，债权类投资后期将视投资标的业务情况转为股权或收回本息，股权类投资后期通过公开上市、兼并收购、股权转让、股权回购等方式实现退出。

截至 2017 年底，泽赋基金总资产 79.41 亿元，所有者权益 48.15 亿元，2017 年，泽赋基金实现营业收入 6.18 亿元，净利润 2.44 亿元。截至 2018 年 3 月底，泽赋基金总资产 68.57 亿元，所有者权益 56.17 亿元，2018 年 1~3 月，泽赋基金实现营业收入 1.37 亿元，净利润 6.03 亿元。

截至2018年3月底，泽赋基金对外投资规模56.03亿元，其中股权类投资22.26亿元，均为长期投资，包含对投资标的的直接股权投资以及对子基金的投资，子基金吸收配资后再对外进行股权投资；债权类投资33.77亿元，主要投向为公司养殖模式中的合作社，期限在12~18个月不等，年化收益率8.5%~15%不等，合作社在公司租赁的土地上进行固定资产投资，以其投资额和未来收益作为担保措施。

2017年6月，泽赋基金通过设立子基金宁波申星取得了东江畜牧的控制权，并纳入公司合并报

表范围。该公司主要从事生猪养殖和销售，是目前广东省内规模较大的现代化、工厂化商品猪生产基地，是粤东地区供港澳注册活猪饲养场，是供港澳活猪的“注册猪场”、广东省种猪扩繁场、汕头市政府“菜篮子”工程基地、汕头市生猪活体储备基地。东江畜牧拥有大型生猪养殖基地7个，2017年出栏生猪48.07万头。2018年2月，泽赋基金将持有的宁波申星股份转让给平潭润岭投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“平潭润岭”），转让金额为6.00亿元，并将转让价款与账面价值的差额，确认了投资收益。

2017年，泽赋基金采用“增资+股权受让”的方式投资河北汉唐牧业有限公司，投资金额0.79亿元，该公司主营业务为配合饲料加工、销售，种猪及商品猪养殖和销售等，为第一届全国养猪行业百强优秀企业，国家饲料工程技术研究中心研究基地，母猪存栏约2万头。

表8 截至2018年3月底泽赋基金持有标的情况（单位：万元）

| 投资主体 | 投资标的名称 | 所属行业 | 投资金额 | 类别 |
|--------|--------------------------------------|-------------|-------------------|-------------------|
| 泽赋农业基金 | 宁波梅山保税港区泽赋协同股权投资中心（有限合伙）（以下简称“泽赋协同”） | 子基金-农业 | 12,328.50 | 子基金 |
| | 宁波梅山保税港区雏鹰农业产业投资管理合伙企业（有限合伙） | 子基金-农业 | 47,124.00 | 子基金 |
| | 宁波申星股权投资合伙企业（有限合伙） | 子基金-农业 | 10,000.00 | 子基金 |
| | 嘉兴中赋投资合伙企业（有限合伙） | 子基金-制造业 | 15,569.00 | 子基金 |
| | 嘉兴邦赋投资合伙企业（有限合伙） | 子基金-制造业 | 37,000.00 | 子基金 |
| | 郑州泽赋北斗产业发展投资基金（有限合伙） | 子基金-北斗产业 | 4,000.00 | 子基金 |
| | 河南巨烽生物能源开发有限公司 | 制造业 | 4,000.00 | 股权 |
| | 郑州翎羽新材料有限公司 | 新材料 | 4,000.00 | 股权 |
| | 鲜度一百华南（深圳）农牧科技有限公司 | 商贸服务 | 3,500.00 | 股权 |
| | 广州问问信息科技有限公司 | 信息服务 | 300.00 | 股权 |
| | 河北汉唐牧业有限公司 | 养殖业 | 7,900.00 | 股权 |
| | 信阳山信生物食品科技有限公司 | 食品加工 | 6,150.00 | 股权 |
| | 榆社宝迪康联牧业有限公司 | 养殖业 | 14,000.00 | 股权 |
| | 太原国福牧业有限公司 | 养殖业 | 11,400.00 | 股权 |
| | 山西璟丞牧业有限公司 | 养殖业 | 14,000.00 | 股权 |
| | 交城县宝福牧业有限公司 | 养殖业 | 14,000.00 | 股权 |
| | 河北沃茂牧业有限公司 | 养殖业 | 500.00 | 股权 |
| | 安徽旺迪生物科技有限公司 | 食品加工 | 7,800.00 | 股权 |
| | 爱车爸爸（北京）科技有限公司 | 信息服务 | 9,000.00 | 股权 |
| | | 股权合计 | -- | 222,571.50 |
| | 债权合计 | 农业 | 337,676.38 | 债权 |

资料来源：公司提供

公司投资基金的主要获益方式为基金的投资收益。其中，泽赋基金以债权投资为主，截至2018年3月底债权投资33.77亿元，股权投资22.76亿元。2017年，公司对兰考中聚恒通产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中聚恒通”）投资，中聚恒通以股权投资为主，截至2017年底，其投资规模19.61亿元。债权类投资后期将视投资标的业务情况转为股权或收回本金，股权类投资后期通过公开上市、兼并收购、股权转让、股权回购等方式实现退出。

（3）投资入股商业银行

公司第三届董事会第十六次（临时）会议通过了《关于拟投资入股辽宁昌图农村商业银行股份有限公司的议案》，同意公司以自有资金124,200万元，认购辽宁昌图农村商业银行股份有限公司（以下简称“辽宁昌图”）54,000万股，占其总股本的45%。2017年12月，公司收到中国银行业

监督管理委员会辽宁监管局下发的《关于筹建辽宁昌图农村商业银行股份有限公司的批复》（辽银监复[2017]223号），同意筹建辽宁昌图，目前正在筹建中，资金尚未到位，联合评级将持续关注该事项。

（4）公司收到深交所年报问询函

公司于2018年6月4日收到深圳证券交易所《关于对雏鹰农牧集团股份有限公司2017年年报的问询函》（中小板年报问询函【2018】第404号），年报问询函中分别对年审报告中内部控制有效性为否定意见、审计意见为标准意见、资产负债率上升、净利润波动较大的原因及合理性、前五大客户变动情况、股权转让情况、其他应收款大幅增长、存货计提减值准备比例问题、其他流动资产增长、其他非流动负债大幅增长、投资收益处置、多笔关联交易以及担保情况进行了相关问询。

公司在2018年6月14日在《雏鹰农牧集团股份有限公司关于深圳证券交易所对公司2017年年报问询函的回复》中对年报问询函提出的问题进行了相应回复，其中年审会计师认为审计程序和审计证据并未对审计报告产生影响；公司认为资产负债率上升与养殖周期有关，因此认为短期负债增加与经营活动相匹配；净利润波动为合并报表发生变化及基金会会计处理审计调整原因所致；其他应收款主要为合作第三方合作社、农户借款以及股权转让款；投资收益增长主要为处置下属基金等对其问题进行了相应回复。

（5）公司收到深交所关注函

公司于2018年6月15日收到深圳证券交易所《关于对雏鹰农牧集团股份有限公司的关注函》（中小板关注函【2018】第203号），关注函中就2018年6月13日，媒体刊发《万字长文强烈质疑雏鹰农牧涉嫌严重财务舞弊》的文章，质疑公司可供出售金融资产及对应的投资收益、非流动资产涉及的会计科目等年报披露数据的真实性，和6月14日，媒体再次刊发《6亿股权投资一年收益超5亿 雏鹰农牧“神投资”被指财务造假》的文章，质疑公司投资收益的合理性及真实性。

公司于6月28日在《雏鹰农牧集团股份有限公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告》中对关注函中的问题进行了回复，其中泽赋基金说明对郑州牛师兄食品有限公司以及浙江吴宁府商贸有限公司投资以及股权转让的合理性，认为该项投资为产业链投资，相关股东未按约定进行增资后才将股权转让；公司转让股权事项多次涉及西藏九岭创业投资管理有限公司（以下简称“西藏九岭”），公司回复西藏九岭主要经营团队为券商投行团队，与公司进行多项合作投资，不存在利益倾斜关系。

（6）公司半年度业绩预告大幅预亏

根据2018年7月13日公司发布的《雏鹰农牧集团股份有限公司2018年半年度业绩预告修正公告》，公司于2018年4月27日披露的《2018年第一季度报告全文》中预计公司2018年1~6月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-17.89%至-14.19%；2018年1~6月归属于上市公司股东的净利润变动区间为37,800万元至39,500万元。修正后的业绩预计归属于上市公司股东的净利润变动区间为-48,000万元至-53,000万元。

根据公司业绩修正原因说明，主要有以下两方面原因：其一，2018年二季度以来，商品肉猪及商品仔猪价格低于预期，使公司养殖业务盈利水平低于预期；其二，2018年第一季度，公司下属基金泽赋基金将持有的宁波申星的部分出资份额转让给平潭润岭，并于2018年3月收到该股权转让款并确认了转让收益。根据中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）于2018年6月28日出具的《<关于对雏鹰农牧集团股份有限公司的关注函>的专项回复》对上述股权转让出具的专项核查意见：根据宁波申星合伙协议补充协议“第九条 转让财产份额 9.1 合伙企业存续期内，劣后级有限合伙人、普通合伙人不得转让其所持任何合伙份额，但经全体合伙人一致同意的除外”，泽赋基

金作为宁波申星劣后级合伙人，鉴于目前未能取得出资份额转让协议经全体合伙人一致同意的文件资料，根据《企业会计准则》的相关规定不能确认转让收益，故第一季度确认的转让收益进行调整，造成 2018 年半年度的盈利低于预期。

公司于 2018 年 7 月 17 日收到深圳证券交易所《关于对雏鹰农牧集团股份有限公司的关注函》（中小板关注函【2018】第 255 号），关注函中要求公司就一季度预计半年度业绩依据以及形成差异的原因、泽赋基金转让宁波申星出资份额的具体情况、以及未能取得全体合伙人一致同意的原因等事项作出书面说明。

（7）公司控股股东所持公司股份被全部冻结

2018 年 7 月 23 日，根据公司披露《雏鹰农牧集团股份有限公司关于公司控股股东股份冻结情况公告》，公司控股股东侯建芳先生持有的公司股份 1,236,109,978 股被上海市浦东新区人民法院司法冻结，系远东宏信（天津）融资租赁有限公司（以下简称“远东宏信”）通过上海华瑞银行股份有限公司向公司发放委托贷款，侯建芳先生为该笔业务提供连带责任保证，截止目前贷款余额为 9,936 万元。2018 年 6 月公司未按时支付当期本金及利息 1,105 万元，远东宏信向上海市浦东新区人民法院申请诉前财产保全，冻结侯建芳先生持有的公司股份。目前公司正与远东宏信协商解决该事项，侯建芳先生持有本公司股份 1,260,341,191 股，占公司总股本的 40.20%，本次被冻结的股份为 1,260,341,189 股，占公司总股本的 40.20%；被轮候冻结股份为 2,016,776 股，占公司总股本的 0.06%。

2018 年 7 月 24 日，公司收到《关于对雏鹰农牧集团股份有限公司的关注函》（中小板关注函【2018】第 264 号）要求公司对本次欠息原因、其他担保情况以及未及时披露冻结原因等情况进行说明。联合评级已于公司取得联系，并密切关注此事项对公司信用水平的影响。

总体看，2017 年，公司被出具内控制度否定意见审计报告，公司内部控制管理有待加强；公司扩大对外投资规模，通过基金投资的债权投资和股权投资规模较大，面临一定的投资回收风险和资金回流风险；公司先后收到深交所年报问询函和关注函，且半年度大幅预亏以及控股股东所持股份被司法冻结对公司信用水平有不利影响。

5. 经营效率

2017 年，受生猪市场景气度下降影响，公司应收账款周转率由 2016 年的 16.67 次下降至 12.26 次；存货周转率由 2016 年的 3.62 次下降至 3.28 次；总资产周转率由 2016 年的 0.45 次下降至 0.29 次。从与同行业上市公司的比较情况来看，公司经营效率处于行业中等水平。

表9 2017年主要畜牧业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

| 证券代码 | 证券简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 000735.SZ | 罗牛山 | 47.61 | 0.98 | 0.22 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 351.80 | 4.07 | 1.23 |
| 600975.SH | 新五丰 | 8.69 | 3.58 | 0.93 |
| 002505.SZ | 大康农业 | 7.09 | 14.15 | 0.77 |
| 以上企业中位数 | | 7.89 | 2.28 | 0.50 |
| 002477.SZ | 雏鹰农牧 | 13.03 | 3.29 | 0.29 |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，2017 年，公司经营效率较上年有所下降，整体经营效率一般。

6. 经营关注

(1) 生猪价格波动风险

商品肉猪与商品仔猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的经营业绩也呈现出一定的波动。

(2) 金融板块投资风险

2017年，公司加大了对产业基金、商业银行的投资，作为公司产融结合战略的重要步骤。产业基金一般投资回报周期较长，且受宏观政策、市场行情等多种因素影响，商业银行有一定的行业特殊要求，上述投资具有一定的不确定性。

(3) 疫情与食品安全风险

疫情作为不可预测的突发事件，疫情的发生和传播可能为公司养殖带来一定影响，同时还可能对居民消费心理带来影响而导致公司产品滞销。食品行业的食品安全关系企业的生死存亡，如果公司在生产经营过程中对疫病、分散养殖的控制不到位、不及时，可能面临一定的食品安全风险。

7. 未来发展

(1) 扩大养殖规模，推广养殖新模式

根据公司的整体战略规划，继续推进现有养殖项目建设及适时开展兼并收购业务，扩大养殖及出栏规模；同时继续推行“雏鹰模式 3.0”，能够实现从饲料生产、生猪养殖、屠宰加工到终端销售领域的全程把控，从而使公司能够有效控制生产成本、从源头保障食品安全、提高生产效率、提升盈利水平和综合竞争力。

(2) 屠宰加工及肉制品板块

未来，公司将在原有线下店面基础上进行形象升级、多元化经营，使终端网点进入持续良性发展；提升线上与线下合作的深度和广度，并持续推进认养、定制等方式，丰富产品种类及业务模式，整体提升公司的综合竞争力。

(3) 大力推进互联网板块发展

公司将继续创新并不断优化业务模式，加速推进 IT 平台建设，进一步拓宽融资通道，推进产业互联网、互联网金融、畜牧电商、畜牧大数据、物联网等行业发展新领域，扩大农牧行业影响力。

(4) 加强资本运作规避市场风险

2017年，公司主要产业基金泽赋基金和中证扶贫基金先后投资入股多家从事生猪养殖和销售部的畜牧公司，将持续通过自身的全产业链优势，结合专业基金管理团队，整合优势项目标的，获得较稳定的投资收益，提高产业与金融的协同效应。

总体看，公司将继续扩大生猪养殖、粮食贸易业务，推进互联网板块发展，并进行自主研发创新，实现产品品种的多元化、高质量和高附加值，推动“雏鹰模式”升级，通过轻资产运营，实现公司稳定发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年度合并财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，2018年一季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计

准则-基本准则》和具体会计准则等规定并基于重要会计政策、会计估计进行编制。2017年公司按照财政部于2017年4月28日发布了关于印发《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》的通知（财会〔2017〕13号），2017年12月25日发布了《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）利润表中新增“资产处置收益”行项目。由于在2017年年度审计工作中，公司发现2016年泽赋协同未纳入合并报表范围，且泽赋协同对联营企业的投资后续计量未以权益法进行核算（以成本法核算），公司对上述事项进行了会计差错更正，对2017年年初及2016年同期数据进行了追溯调整。以下将着重分析公司2017年底财务数据较年初变化情况。

2017年，公司合并范围增加9家子公司，减少3家子公司，截至2017年底，公司合并范围内子公司为45家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底，公司合并资产总额228.60亿元，负债合计164.16亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.44亿元，其中归属于母公司所有者权益49.64亿元。2017年，公司实现营业收入56.98亿元，净利润（含少数股东损益）1.08亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.45亿元；经营活动产生的现金流量净额0.76亿元，现金及现金等价物净增加额为-25.09亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额222.29亿元，负债合计151.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.32亿元，其中归属于母公司所有者权益53.21亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入11.36亿元，净利润（含少数股东损益）4.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.57亿元；经营活动产生的现金流量净额4.93亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.30亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至2017年底，公司资产总额228.60亿元，较年初增长34.19%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占52.84%，非流动资产占47.16%，流动资产占比较年初有所下降，公司资产构成仍以流动资产为主，但结构趋于均衡。

流动资产方面，截至2017年底，公司流动资产合计120.79亿元，较年初增长16.40%，主要系其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比22.26%）、预付款项（占比6.44%）、存货（占比13.33%）、其他应收款（占比8.80%）和其他流动资产（占比44.32%）构成。

截至2017年底，公司货币资金26.88亿元，较年初下降34.74%，主要系基金公司对外投资增加所致，货币资金中受限货币资金为17.15亿元，主要为票据保证金和担保金等，受限比例较高。

截至2017年底，公司预付款项为7.77亿元，较年初增长161.59%，主要系公司粮食贸易业务预付采购款增加所致。

截至2017年底，公司存货账面价值16.10亿元，较年初增长36.32%，主要系公司消耗性生物资产增加所致，主要由原材料（占比23.36%）、库存商品（占比9.84%）和消耗性生物资产（占比66.63%）构成，公司已计提存货跌价准备279.13万元，计提比例为0.17%。考虑到目前处于猪价波动较大，公司存货面临着一定跌价风险。

截至2017年底，公司其他应收款10.63亿元，较年初大幅增长218.39%，主要系公司养殖模式升级，处置资产款项尚未收回所致，其主要由借款（占比39.34%）和股权转让款（占比35.25%）构成。

截至2017年底，公司其他流动资产53.54亿元，较年初大幅增长256.47%，主要系债权投资（基金）大幅增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 107.81 亿元，较年初增长 61.91%，主要系固定资产和可供出售的金融资产增长所致；主要由可供出售金融资产（占比 16.95%）、长期股权投资（占比 11.73%）、固定资产（占比 33.56%）、在建工程（占比 12.43%）及其他非流动资产（占比 14.42%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 18.27 亿元，较年初大幅增长 183.21%，主要系公司基金投资业务增加所致，主要包括对深圳汇生通科技股份有限公司和河南百顺农牧发展有限公司等的基金投资。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 12.64 亿元，较年初增长 71.20%，主要系公司增加对河南千年冷冻设备有限公司以及嘉兴邦赋投资合伙企业（有限合伙）投资所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 36.18 亿元，较年初大幅增长 137.60%，主要系公司 2017 年度将泽赋基金的投资标的纳入公司合并报表范围，标的公司的资产合并增加，年底会计师根据“企业会计准则第 42 号持有待售的非流动资产、处置组和终止经营”将原来转入持有待售的资产转回固定资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 86.96%）构成，固定资产成新率 82.05%，成新率较高，累计计提折旧 7.42 亿元，其中固定资产受限金额为 2.10 亿元，主要为融资租赁设备。

截至 2017 年底，公司在建工程 13.40 亿元，较年初大幅增长 205.94%，主要系公司新增东江畜牧养殖基地扩建项目、年出栏 30 万头生猪产业化基地项目所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 15.55 亿元，较年初下降 40.53%，主要系公司长期债权下降所致。

截至 2017 年底，公司受限资产共计 19.25 亿元，占总资产金额的比重为 8.42%，主要为受限货币资金，受限原因为定期存款和保证金。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 222.29 亿元，其中流动资产占比 57.46%，非流动资产占比 42.54%，流动资产占比较年初有所上升。

总体看，2017 年底，公司资产规模增长，资产构成仍以流动资产为主，其他流动资产和固定资产占比较大，资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 164.16 亿元，较年初增长 59.83%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债与非流动负债占比分别为 59.35% 和 40.65%，非流动负债占比有所提高，资产结构较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动负债为 97.42 亿元，较年初增长 40.65%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占比 51.51%）、应付账款（占比 8.33%）、其他应付款（占比 10.87%）、一年内到期的非流动负债（占比 7.60%）和其他流动负债（占比 17.16%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 50.18 亿元，较年初增长 27.30%，主要系公司为发展业务新增借款所致，主要由保证借款（占比 78.86%）和质押借款（占比 13.96%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 8.11 亿元，较年初下降 9.20%，主要系公司应付工程及设备款下降所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 10.59 亿元，较年初增长 29.01%，主要系合作社押金以及周转往来增加所致，主要由周转往来（占比 23.11%）、押金（占比 32.54%）、保证金（占比 15.43%）和合作社押金（占比 22.54%）构成。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 7.40 亿元，较年初下降 5.24%，主要系一年内到期的长期借款下降所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 16.72 亿元，较年初大幅增加 16.34 亿元，主要系公司新增发行超短期融资券“17 雏鹰农牧 SCP001”和“17 雏鹰农牧 SCP002”共 15.00 亿元所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 66.74 亿元，较年初增长 99.56%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致；非流动负债主要由长期借款（占比 22.97%）、应付债券（占比 34.26%）、长期应付款（占比 5.38%）和其他非流动负债（占比 36.88%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 15.33 亿元，较年初增长 148.47%，主要系公司养殖规模扩大，资金需求增加所致，长期借款集中在未来 1~2 年内偿还，其中 2019 年到期 14.67 亿元，2020 年到期 3.32 亿元，2020 年及以后到期 3.78 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券为 22.87 亿元，较年初变化不大，主要系“14 雏鹰债”、“16 雏鹰 01”和“16 雏鹰 02”，共计 22.98 亿元，均将于 2019 年到期偿付，公司存在一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 3.59 亿元，较年初增长 32.26%，主要系公司应收账款保理业务增长所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 24.61 亿元，较年初大幅增加 23.15 亿元，主要系公司优先级配股基金大幅增加所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 137.42 亿元，较年初增长 39.63%，主要系公司借款增长并且发行短期债券所致，其中短期债务占比 52.82%，长期债务占比 47.18%，债务分布较为均匀。截至 2017 年底，短期债务为 72.59 亿元，较年初增长 50.49%，主要系公司新增短期债券所致，长期债务为 64.83 亿元，较年初增长 99.14%，主要系公司长期借款增加以及优先级配股基金增加所致。从债务指标看，截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初上升 11.52 个百分点、13.65 个百分点和 17.66 个百分点，分别为 71.81%、68.08% 和 50.15%，公司债务负担进一步加重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 151.97 亿元，较年初下降 7.42%，主要系短期借款和其他应付款增加所致；其中流动负债占比 67.38%，非流动负债占比 32.62%，流动负债占比有所提高。公司全部债务合计 124.53 亿元，较年初下降 9.38%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.37%、63.91% 和 39.86%，整体债务负担较年初有所减轻。

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 64.44 亿元，较年初下降 4.75%，其中归属于母公司所有者权益合计 49.64 亿元，较年初变化不大。归属于母公司所有者权益中，股本占比 63.16%，资本公积占比 11.52%，未分配利润占比 21.29%，公司股本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 70.32 亿元，较年初增长 9.12%，主要系未分配利润的增长所致，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年底，公司负债规模大幅增长，仍以流动负债为主；公司债务负担很重，且以短期债务为主，存在一定的短期偿付压力；公司所有者权益中股本和资本公积占比较大，权益稳定性较好。

3. 盈利能力

受生猪市场进入下行周期，商品仔猪及商品肉猪销售价格下降以及猪舍改造等影响，2017 年，

公司实现营业收入 56.98 亿元，较上年下降 6.44%；营业成本 45.88 亿元，较上年变化不大。2017 年，公司实现营业利润 1.63 亿元，较上年下降 82.55%；实现净利润 1.08 亿元，较上年下降 87.04%，其中，归属于母公司的净利润为 0.45 亿元，较上年下降 94.80%。

2017 年，公司期间费用合计 13.56 亿元，较上年增长 51.29%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，销售费用 1.20 亿元，较上年下降 14.53%，主要系运输费用下降所致；管理费用 4.48 亿元，较上年增长 29.50%，主要系流动资产损失和办公业务费用增加所致；财务费用 7.88 亿元，较上年大幅增长 92.29%，主要系公司发行短期公司债券及银行借款利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 23.80%，较上年上升 9.08 个百分点，期间费用对利润侵蚀显著。

2017 年，公司资产减值损失 0.60 亿元，较上年增长 174.03%，主要系计提坏账损失增加所致，其占营业利润的比重为 36.73%，对营业利润影响较大；公司投资收益实现 3.73 亿元，较上年大幅增长 143.07%，主要系基金投资的收益增加所致，占营业利润的比重为 229.25%，对营业利润贡献较大；公司新增其他收益 0.37 亿元，主要为收到的政府补助，占营业利润比重为 23.06%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.66%、3.99% 和 1.64%，分别较上年下降 5.89 个百分点、5.89 个百分点和 12.89 个百分点。与同行业上市公司相比，销售毛利率处于行业中上游水平，总资产报酬率、净资产收益率处于较低水平。总体上看，2017 年公司盈利能力有所下降。

表 10 2017 年主要畜牧业上市公司盈利指标情况（单位：%）

| 证券代码 | 证券简称 | 销售毛利率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 000735.SZ | 罗牛山 | 30.65 | 4.37 | 3.81 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 19.97 | 21.41 | 15.60 |
| 600975.SH | 新五丰 | 9.33 | 3.70 | 2.54 |
| 002505.SZ | 大康农业 | 7.47 | 0.43 | 0.68 |
| 以上企业中位数 | | 8.40 | 2.07 | 1.61 |
| 002477.SZ | 雏鹰农牧 | 19.49 | 0.90 | 3.71 |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.36 亿元，较上年同期下降 3.51%；营业利润为 4.48 亿元，较上年同期增长 238.27%，主要系投资收益大幅增加所致；实现净利润 4.37 亿元，较上年同期增长 255.03%。

总体看，受生猪行业进入下行周期影响，公司 2017 年收入规模有所下降，盈利能力显著下降，投资收益对公司利润贡献较大，整体盈利水平处于行业较低水平。

4. 现金流

经营活动方面，2017 年，经营活动现金流入为 65.29 亿元，较上年下降 8.50%，主要系公司销售收入下降所致；公司收到其他与经营有关的现金为 6.98 亿元，较上年增长 26.15%，主要系公司代收往来款增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出为 64.52 亿元，较上年增长 20.95%，主要系采购支付的货款增加所致；公司支付其他与经营活动有关的现金为 6.64 亿元，较上年下降 34.23%，主要系公司支付农户和合作社退出的押金减少所致。受上述原因影响，2017 年，公司经营活动产生的现金流净额 0.76 亿元。2017 年，公司现金收入比为 102.33%，较上年下降了 5.75 个

百分点，收入质量有所下降，公司收入的实现质量整体较好。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入37.95亿元，较上年增长200.10%，主要系公司基金投资收益增加所致；公司投资活动现金流出94.40亿元，较上年增长51.97%，其中公司投资支付的现金87.48亿元，较上年增长74.13%，主要系公司对外基金投资增加所致；受上述因素影响，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-56.45亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入为114.36亿元，较上年增长37.74%，主要系公司收到其他与筹资活动有关的现金增加所致，其中，公司收到其他与筹资活动有关的现金为35.27亿元，较上年增加33.03亿元，主要系公司优先级银行配资增加所致；筹资活动现金流出为83.76亿元，较上年增长157.62%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致。受上述原因影响，2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额30.60亿元，净流入规模较上年有所收窄。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入4.93亿元，投资活动产生的现金净流出3.13亿元，筹资活动产生的现金净流出5.10亿元；现金及现金等价物净增加额-3.30亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金流净额下降，收入实现质量有所下降；投资活动现金净流出规模较大规模增加，筹资活动现金流量净额规模仍较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，流动比率由年初的1.50倍下降至1.24倍；速动比率由年初的1.33倍下降至1.07倍；2017年，现金短期债务比由上年的0.87倍下降至0.38倍，现金类资产对短期债务保护能力有所下降，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA合计13.23亿元，较上年下降17.85%，主要系公司销售收入下降所致；其中，折旧占比37.76%、摊销占比2.05%、计入财务费用的利息支出占比49.28%、利润总额占比10.92%。2017年，公司EBITDA利息倍数由2016年的4.07倍下降至2.03倍，EBITDA对利息的保障程度尚可；EBITDA全部债务比由2016年为0.20倍下降至0.12倍，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度有所下降，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司对外担保合计16.66亿元，担保比率23.69%，被担保方全部为合作社。公司面临一定或有负债风险。

截至2017年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2017年底，公司银行授信额度合计82.03亿元，已使用55.74亿元，尚未使用授信额度26.29亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业机构信用代码：G1041018400804030C），截至2018年7月17日，公司未结清贷款中有9笔关注类贷款，已结清的贷款中共有6次欠息。

总体看，跟踪期内，受猪价下行影响，公司偿债能力指标有所弱化；但考虑到公司的行业地位、经营规模以及产业链布局等方面的优势，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达28.61亿元，约为“14雏鹰债”待偿本金（7.98亿元）的3.59倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；公司净资产达64.44亿元，约为债券待偿本金（7.98亿元）的8.08倍，净资产对债券的覆盖程度高。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14雏鹰债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为 13.23 亿元，约为债券待偿本金（7.98 亿元）的 1.66 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 65.29 亿元，约为债券本金（7.98 亿元）的 8.18 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家拥有多年发展历史的大型现代化畜禽养殖企业，在行业地位、产业链布局、经营规模和品牌知名度等方面具有的优势，公司对“14 雏鹰债”的偿还能力较强。

八、综合评价

跟踪期内，受猪肉价格持续下行影响，公司收入规模有所下降，生猪产品毛利率大幅下降，扣非后净利润出现亏损，经营活动现金流净额大幅下降，盈利能力和长短期偿债能力大幅下降；此外，公司货币资金受限比例较高，公司产业基金投资规模持续增长，债权类投资面临一定资金回收风险，债务规模增长较快且集中偿付压力较大，投资活动现金净流出规模较大，财务费用对利润侵蚀严重，投资收益对营业利润贡献较大。同时，联合评级也关注到公司内部控制审计报告被出具否定意见、对外担保或有负债风险、实际控制人股票平仓风险、控股股东所持有公司股份被全部冻结、公司年报被深交所问询以及公司收到深交所中小板公司管理部关注函等事项对其信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将继续推广“雏鹰模式”，发展屠宰和深加工板块，并拓宽销售渠道，发展互联网板块和类金融板块，增强公司抵抗周期风险的能力，但短期内受生猪市场景气度的下行影响，公司业绩仍将承压。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“AA-”，评级展望为“负面”；同时下调“14 雏鹰债”的债项信用等级为“AA-”。

附件1 雏鹰农牧集团股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年3月 |
|------------------|--------|--------|---------|
| 资产总额（亿元） | 170.36 | 228.60 | 222.29 |
| 所有者权益（亿元） | 67.65 | 64.44 | 70.32 |
| 短期债务（亿元） | 48.23 | 72.59 | 77.93 |
| 长期债务（亿元） | 32.56 | 64.83 | 46.60 |
| 全部债务（亿元） | 80.79 | 137.42 | 124.53 |
| 营业收入（亿元） | 60.90 | 56.98 | 11.36 |
| 净利润（亿元） | 8.34 | 1.08 | 4.37 |
| EBITDA（亿元） | 16.10 | 13.23 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 18.04 | 0.76 | 4.93 |
| 应收账款周转次数（次） | 16.67 | 12.26 | -- |
| 存货周转次数（次） | 3.62 | 3.28 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.45 | 0.29 | 0.06 |
| 现金收入比率（%） | 108.08 | 102.33 | 132.06 |
| 总资产收益率（%） | 10.55 | 4.66 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 9.88 | 3.99 | -- |
| 净资产收益率（%） | 14.53 | 1.64 | 6.48 |
| 营业利润率（%） | 24.65 | 19.08 | 17.92 |
| 费用收入比（%） | 14.72 | 23.80 | 27.09 |
| 资产负债率（%） | 60.29 | 71.81 | 68.37 |
| 全部债务资本化比率（%） | 54.43 | 68.08 | 63.91 |
| 长期债务资本化比率（%） | 32.49 | 50.15 | 39.86 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.07 | 2.03 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.20 | 0.12 | -- |
| 流动比率（倍） | 1.50 | 1.24 | 1.25 |
| 速动比率（倍） | 1.33 | 1.07 | 1.07 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.87 | 0.38 | 0.37 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 26.03 | 0.78 | 4.81 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 2.06 | 1.66 | -- |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币。

2、2018年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

3、其他流动负债中短期融资债券已计入短期债务中，长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债已计入长期债务。

4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资产收益率 | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。